

# 1990年代後半以降のアメリカの対外ポジションの 変容と対外投資収益

飯 島 寛 之

## はじめに

1年間のフローの対外経済取引を記録した国際収支と、一定時点における対外ポジション<sup>1)</sup>との関係は、教科書的にいえば「1年間の対外資産負債の変化は、資本勘定の各項目の動きの結果として表れる。経常勘定と資本収支の合計は必ずゼロになるのであるから、理論上は経常収支の黒字（赤字）と対外純資産の増加（減少）額とは一致するはずである。しかし実際には、統計上の誤差脱漏と、為替相場や資産価格の変動による評価増減などの調整のために、経常収支差額と対外純資産の増減とは一致しない」<sup>2)</sup>と理解され、その差異は当然のことであると考えられている。ところが近年、アメリカの経常収支赤字と対外ポジションの変化額とは、かつてない規模の差異がみられるようになってきている。

これまで対外ポジションそれ自体を分析対象とした研究は、2003年を境としてアメリカで登場するまで必ずしも取り扱いが多かったわけではない。とりわけ本邦研究者による研究の蓄積は遅々とした歩みであるといえよう<sup>3)</sup>。この理由のひとつは、ストックである対外ポジションが資金フローを反映したものであるために、速報性、詳細なデータを得られる国際収支＝フロー分析をストック分析に代替してきたことが考えられる。事実、今日と比較すれば1990年代半ばまでのストックの変化とフローの結果との間に大きな乖離はみられず、一定の範囲内に保たれてきた。

---

1) 一般には国際資産負債残高の意味であるが、これはまた国際投資残高、あるいは国際貸借とも表記される場合がある。そこで本稿では、混乱を避けるためにこれを「対外ポジション」と統一的に記す。

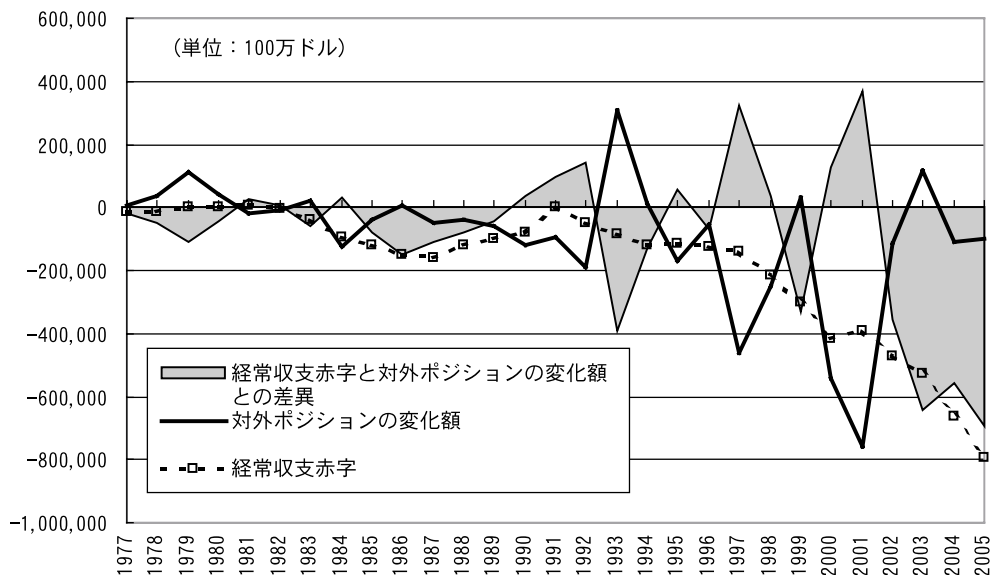
2) 藤田誠一「国際収支と国際貸借」上川孝夫／藤田誠一／向壽一編『現代国際金融論 [第3版]』有斐閣、2007年、31ページ。

3) そのなかにあって近年アメリカの対外ポジションを取扱ったものとして、松村文武「『対外債務残高』と『国際投資残高』の異同——純最大債務国債務の複雑性——」『経済論集』（大東文化大学）第82号、2004年2月あるいは笛田郁子・河越正明「米国の対外純資産の変動について」社団法人日本経済研究センター『対外不均衡の経済学——米経常収支赤字を読み解く——』、2006年、第9章所収などがある。

しかしながら、図1にみられるように、フローとストックとの差異が飛躍的に大きくなって  
いる今日、その差異は何によって生じているのかを検討する必要があると思われる。フローの  
分析によっては捉えることのできないストックとの乖離（後に説明を加えるようにこの差が  
「評価調整 (Valuation Adjustments)」である）に着目しながら、1990年代以降のアメリカ  
の対外ポジションの変容に関する分析を行なうこと、これが本稿の第一の課題である。この課  
題の解明のために第1節では、経常収支と対外ポジションとの関連を説明し、1990年代後半、  
とりわけ2001年以降、経常収支赤字額ほどには対外純債務が増大しなくなっている事実につい  
て確認を行なう。その上で第2節では、この差異をもたらす対外ポジションの項目別検討を通  
じて、1990年代以降の対外ポジションの特徴が資産・負債ともに海外直接投資を筆頭に、証券  
投資の急増にあったことを、さらに第3節でそれらの項目こそ「評価調整」を引き起こす項目  
であることを明らかにしていく。

また、対外ポジションとその変容は、そこから得られる収益という観点からみれば、所得収  
支およびその収益構造と深い関係をもっている。今日、わずかながら黒字を維持している所得  
収支と、対外ポジションの変容とは1990年代後半以降、如何なる関係をもっているのか。第4  
節ではこのような問題意識から、所得収支概念と第一の課題の結果を踏まえた対外ポジション  
の変容との関連について検討し、対外投資収益の観点から所得および所得収支を把握する際の  
陥穽について検討をおこなう。これが本稿の第二の課題である。なおその際、本稿の独自性は、  
第4節で述べる先行研究との比較検討によって示していくことにする。

図1 アメリカの経常収支赤字額と対外ポジションの増減額との差



注) 「経常収支赤字額と対外ポジション変化額との差異」は、経常収支赤字から対外ポジションの変化分を差し引いたもの。  
出所) U.S. Department of Commerce, BEA, International Economic Accounts Data より採録・作成

## 第1節 経常収支と対外ポジションの関連

最初に経常収支赤字と対外ポジションの関連およびその特徴点について確認しておこう。

1982年以降、恒常的に赤字が続いているアメリカの経常収支（1991年を除く）は、いわゆる「ニューエコノミー」が終焉を迎えた2001年に一時的に赤字額が縮小したものの、一貫して増大を続け、2006年にその規模は約8,567億ドル、対 GDP 比で6.5%に達している。1980年代半ばに経常収支赤字のサステナビリティ問題が盛んに論じられた際には、経常収支赤字の GDP に対する割合は3～4%であり、5%を臨界点として議論がなされたことを考えれば、今日のアメリカの経常収支赤字がいかに大きいかをうかがい知ることができる。

ところで、対外ポジションは金融資産であるから、その内容構成は資本勘定における各項目の動きの結果として変化することはいうまでもない。だが、その絶対額は国際収支の計上方法から言えば、[(外貨準備及び誤差脱漏を含む) 広義の] 資本収支黒字（赤字）が経常収支赤字（黒字）と等しくなるので、他の条件に変化がないとするならば対外ポジションは経常収支に規定されて決定されることになるはずである。したがって、1990年代半ば以降の「ニューエコノミー」下における経常収支赤字の著しい増大は、単純に考えればその分だけ巨額の対外債務の累積となってあらわれるものと考えられる。

ところが、すでにみたように1990年代の、とりわけその後半以降の経常収支赤字の飛躍的拡大のなかにあって、ストックである対外ポジションの増減額は、1990年半ばを境にして経常収支赤字の増減額と大きく乖離する傾向にある。とくに1992年以降、アメリカは経常収支赤字を継続しているにもかかわらず、そのうちの5年（1992、1995、1997、2000、2001年）で対外純債務額が減少さえしているのである。いま少し具体的な数字を確認しておこう。

まず、ルービン元財務長官による「強いドル政策」が明確に打ち出され、それと時期を同じくして「ニューエコノミー」が始まる1995年末から、その絶頂期であった2000年末までをみてみよう。この間の経常収支赤字を累計するとその額は1兆1,936.7億ドルであるが、アメリカの純債務もそれとほぼ同じ1兆2,209.8億ドル（市場価格ベース<sup>4)</sup>。以下、特に注記のない限り対外ポジションの数値は市場価格ベースを用いる）増加している。

---

4) アメリカの対外資産負債統計については、直接投資残高を判断するに際して、次の順序で3つの換算法が存在してきた。歴史的価額方式 (Historical Cost)。これは、直接投資を行なった時点での投資額を積算する方式である。時価方式 (Current Cost)。これは、直接投資によって取得した資産（例えば工場・機械・土地など）を、年度末時点の時価で再評価し、その合計額を直接投資残高とする方式。市場価格方式 (Market Value)。これは、取得した議決権付株式を年末時点の市場価格によって評価したものを直接投資残高と推定するものである。本稿では 市場価格方式にもとづく市場価格ベースを統一的に使用する。

だが次の期間、すなわち2001年末から対外ポジションについて最新の統計の得られる2005年末まで、経常収支赤字の累計が2兆4,567.5億ドルと飛躍的な拡大をみせるのに対して、この間に増加した対外純債務はわずか2,067.3億ドルにすぎない。1995年以前には経常収支赤字と対外ポジションとはまったく同様ではないにせよ、一定の範囲内で変化していた(図1参照)が、上記で見たように1990年代後半の経常収支赤字拡大の下にあってその乖離幅がやや拡大し、2001年以降大きく乖離するようになってきたのである。

では、この差額をどこに求めたらよいであろうか。対外ポジションの額そのもの——その構成上重要なのは資本フローの形態である——を決める上でもっとも影響力をもつのは経常収支の規模であることはすでに説明した通りである。しかし、アメリカの経常収支赤字額と対外ポジションの増加額との乖離が大きくなる今日の姿を説明する上では、その乖離を説明する諸要素を理解することが肝要となる。

今日の統計整理上この差は、「評価調整 (Valuation adjustments)」として説明されており<sup>5)</sup>、その内容は、「資産価格の変化 (Price Changes)」、 「為替レートの変化 (Exchange-rate Changes)」、 「その他の諸変化 (Other Changes)」<sup>6)</sup> とに分類される。図2は、「資本フローによる対外ポジションの変化」(すなわちこれが経常収支赤字額と同額の純資本流入)に加え、アメリカ商務省によって分類・報告される上記3つの「評価調整」が対外ポジションの変化に与える影響について示したものである。ここから評価調整がどの程度アメリカの対外ポジションに対する影響力をもっているのかを具体的にみることができる。

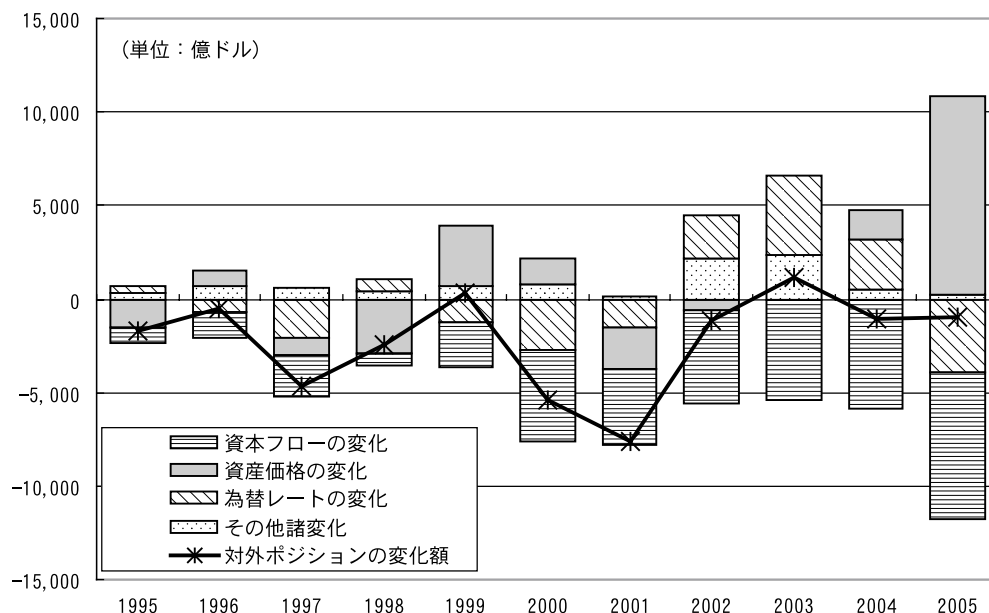
例えばすでに述べたように、2001年末から2005年末にかけて、市場価格ベースにもとづく対外純債務の増加額は2,067.3億ドルである。単純に毎年の純資本流入を合計すれば、対外純債務は2兆4,000億ドル以上増加するはずが、「資産価格の変化」によって1兆1,542億ドル、「為替レートの変化」によって5,235億ドル、そして「その他の諸変化」によって5,249億ドル緩和され、実際の純債務増加額は純資本流入額の半分以下にまで抑えられている。このように、資本流入額として示される経常収支赤字額を時に上回って余りある「評価調整」が働き、その結

5) これはアメリカ特有のものではなく、日本の対外ポジションについても同様であり、日本の対外ポジションもこの変化にさらされている。財務省が発表している日本の対外ポジションの変化要因は、

「取引要因」(居住者・非居住者間の金融資産・負債の取引による増減、アメリカの場合の「資本フローによる変化」に相当)、「為替要因」(為替変動による円換算額の評価増減)、「その他要因」(株価変動など取引・為替変動以外による増減、アメリカの場合の「資産価格の変化」および「その他の諸変化」に相当)に分類される(例えば、日本銀行「2005年末の本邦対外資産負債残高」『調査季報』2006年7月などを参照)。日本の場合には、アメリカとは逆に、巨額の経常収支黒字を続けながらそれに伴って対外純資産が増えないという意味で「評価調整」が大きな意味を持っている。

6) 「その他評価効果」とは、直接子会社からのキャピタル・ゲインやキャピタル・ロスおよび資産と負債のその他調整を含んでいる (U. S. Department of Commerce, BEA, International Economic Accounts Data 付注による)。

図2 純対外ポジションの変化と「評価調整」



出所) U. S. Department of Commerce, BEA, International Economic Accounts Data より採録。

果として巨大な債務国アメリカの対外ポジション悪化のテンポを緩やかなものにし、それゆえ対外ポジションの維持可能性をめぐる議論に対して楽観的な結論を導かせる大きな影響をもたらしているのである<sup>7)</sup>。

7) 「評価調整」が対外ポジションに与える影響については、「すべての通貨に対してドルが10%減価すれば、アメリカにGDPの5%に相当する評価利益をもたらし、これは10年前の約2倍の大きさである」(Matthew Higgins, Thomas Klitgaard, and Cedric Tille, “Borrowing without Debt? Understanding the U. S. International Investment Position,” Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, No. 271, 2006, p. 6.) というヒギンズらの研究をはじめ、Cedric Tille, “The Impact of Exchange Rate Movements on U. S. Foreign Debt,” Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, Vol. 9 No. 1, January 2003. などにみられる「為替レートの変化」要因の大きさに注目して対外ポジションの安定性を強調する議論と、「外国の株式価格が10%増加すれば、アメリカの純ポジションに対してGDPの2.5%を追加する。このとき債券にはこれよりも小さい影響しか与えない。債務側をみると、アメリカの株式価格の10%の上昇は、GDPの1.7%のキャピタル・ロスを生じさせる。同様のことは、債券価格の上昇によっていっそう大きな効果をもたらされ、アメリカの純ポジションをGDPの3.4%程度減らす。これらの効果は、1995年の2倍、1985年の4倍の大きさ」(Matthew Higgins et al., *op. cit.*, p. 6.) だとする「価格変化」の要因が大きさを強調する議論とがある。後者については、Cletus C. Coughlin, Michael R. Pakko and William Poole, “How Dangerous Is the U. S. Current Account Deficit?,” Federal Reserve Bank of St. Louis, *The Regional Economist*, April 2006. なども参照。両者は相対立するものではなく、あくまでもその時にどちらの要因が大きく働いていたかに焦点を当てた議論であるが、いずれも対外ポジションの安定性に関して楽観的な議論が展開されていることは注目されよう。

以上のように、21世紀に入って以降アメリカへの資本フローと対外ポジションとが各種の「評価調整」の影響を受けて大きく乖離する傾向にあることをみてきたが、この「評価調整」は、アメリカが保有する対外資産（債権）と対外負債（債務）の規模およびその構成の相違から生じるものであることはいうまでもない。したがって次節では、グロスの対外ポジションの規模とその構成の変容について、1990年代後半以降を中心に検討していくことにしよう。

## 第2節 拡大する対外ポジションとその構成の変容

かつて中尾茂夫氏は、アメリカの債務国転落を目前にした1980年代半ばの対外ポジションについて検討するにあたり、それ以前の20年間の対外ポジションと80年代半ばの対外ポジションとを比較検討されている。そこではまず、ポジションの保有者を公的部門と民間部門とに分類した上で、アメリカは「60年代は公的にも民間でも純貸し手であったが、71年に公的借りに変化して以降一貫して公的借・民間貸である」<sup>8)</sup>と述べられ、次いで項目別の変化について検討の結果、「60年代、70年代の主要な対外資産要因であった海外直接投資の伸びが80年代に入って止まり、資産構成のなかでは銀行の対外債権だけが突出した増大傾向を示し、一方、負債構成の方は、70年代に主要をしめた財務省証券、証券投資に加えて、80年代にはIBF預金を中心とする銀行債務、さらには直接投資の流入という要因も登場した」<sup>9)</sup>、と大要このように1980年代中盤までのアメリカの対外ポジションの特徴についてまとめられている。表1はフローとストックとの間に大きな乖離がみられはじめる1995年以降を対象に、アメリカの対外総資産および対外総負債の項目別推移を示したものであるが、中尾氏の研究と本研究をつなぐために、アメリカの対外純資産が最大となった1983年、プラザ合意が行なわれた1985年および1990年とを参考のために掲載している。1980年代については、2年分の掲載であるが、中尾氏が指摘されていた資産側での銀行対外債権の比重の大きさ、負債側での直接投資、公・民あわせての財務省証券投資および銀行の対外負債の大きさを確認することができるであろう。

では、1990年代以降、とりわけその後半以降のアメリカの対外ポジションはどのような変遷をたどってきたのだろうか。再び表1を見ながらこれについて検討し、1980年代とは異なるポジションの変容を明らかにしていくことにしよう。

8) 中尾茂夫「80年代におけるアメリカの対外ポジションと大手米銀の新展開」『証券経済』152号、1985年6月、82ページ。また、1980年代のアメリカの対外ポジションの分析を取扱ったものとしては、宮崎義一『ドルと円』岩波書店（岩波新書）、1988年がある。同書の要点は、銀行融資形態をとったアメリカからの資本輸出の顕著な減少、直接投資の一貫した増大、1970年代までは主要な構成部分を公的部門と直接投資で占められてきたが、1986年の段階ではその主要な部分が、証券投資形態と銀行・被銀行融資形態によって占められているとする点にある（101-105ページ）。

9) 中尾茂夫、前掲論文、88ページ。

表1 アメリカの対外ポジションの内訳とその推移

(単位: 10億ドル)

	1983	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
総資産	1,129.7	1,302.7	2,294.1	3,964.6	4,650.8	5,379.1	6,179.1	7,399.7	7,401.2	6,930.5	6,807.8	8,318.2	10,075.3	11,079.2
公的部門	204.8	207.7	259.0	261.1	246.9	221.0	232.8	220.6	213.6	215.6	243.9	268.3	272.7	265.6
	18%	16%	11%	7%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	2%
民間直接投資	274.3	386.4	731.8	1363.8	1608.3	1879.3	2279.6	2839.6	2694.0	2314.9	2022.6	2729.1	3287.9	3524.5
	24%	30%	32%	34%	35%	35%	37%	38%	36%	33%	30%	33%	33%	32%
民間債券投資	58.6	75.0	144.7	413.3	481.4	543.4	594.4	548.2	572.7	557.1	705.2	874.4	993.0	987.5
	5%	6%	6%	10%	10%	10%	10%	7%	8%	8%	10%	11%	10%	9%
民間株式投資	26.2	44.4	197.6	790.6	1006.1	1207.8	1475.0	2003.7	1852.8	1612.7	1374.7	2079.4	2560.4	3086.5
	2%	3%	9%	20%	22%	22%	24%	27%	25%	23%	20%	25%	25%	28%
非銀行企業報告による 債権(子会社を含まず)	131.3	141.9	265.3	367.6	450.6	545.5	588.3	704.5	836.6	839.3	901.9	594.0	733.5	784.5
	12%	11%	12%	9%	10%	10%	10%	10%	11%	12%	13%	7%	7%	7%
銀行報告による 債権	434.5	447.4	695.7	768.1	857.5	982.1	1009.0	1082.9	1231.5	1390.9	1559.5	1772.9	2227.9	2430.7
	38%	34%	30%	19%	18%	18%	16%	15%	17%	20%	23%	21%	22%	22%
総負債	872.3	1,205.8	2,458.6	4,270.4	5,010.9	6,201.9	7,249.9	8,437.1	8,982.2	9,269.9	9,262.1	10,657.9	12,524.1	13,625.4
公的部門 (うち証券)	194.5 (137.0)	202.5 (145.1)	373.3 (291.2)	682.9 (507.5)	820.8 (631.1)	873.7 (648.2)	896.2 (669.8)	951.1 (693.8)	1030.7 (756.2)	1109.1 (847.0)	1251.0 (970.4)	1562.8 (1186.5)	2001.4 (1499.3)	2216.1 (1649.4)
	22.3% (16%)	16.8% (12%)	15.2% (12%)	16.0% (12%)	16.4% (13%)	14.1% (10%)	12.4% (9%)	11.3% (8%)	11.5% (8%)	12.0% (9%)	13.5% (10%)	14.7% (11%)	16.0% (12%)	16.3% (12%)
対米直接投資	153.3	220.0	539.6	1005.7	1229.1	1637.4	2179.0	2798.2	2783.2	2560.3	2021.8	2454.9	2703.7	2797.2
	18%	18%	22%	24%	25%	26%	30%	33%	31%	28%	22%	23%	22%	21%
民間保有の 財務省証券	33.8	88.0	152.5	327.0	433.9	538.1	543.3	440.7	381.6	375.1	473.5	527.2	562.3	704.9
	4%	7%	6%	8%	9%	9%	7%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	5%
民間保有の 米国企業社債	17.5	82.3	238.9	459.1	539.3	618.8	724.6	825.2	1068.6	1343.1	1531.0	1710.8	2035.1	2275.2
	2%	7%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	12%	14%	17%	16%	16%	17%
民間保有の 米国企業株式	96.4	125.6	221.7	510.8	625.8	893.9	1178.8	1526.1	1554.4	1478.3	1248.1	1712.1	1960.4	2115.5
	11%	10%	9%	12%	12%	14%	16%	18%	17%	16%	13%	16%	16%	16%
米国通貨	36.8	46.0	85.9	169.5	186.8	211.6	228.3	250.7	256.0	279.8	301.3	317.9	332.7	352.2
	4%	4%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
非銀行部門報 告の対米債権	61.7	87.0	213.4	300.4	346.8	459.4	485.7	578.0	738.9	798.3	897.3	450.9	507.7	563.7
	7%	7%	9%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	10%	4%	4%	4%
銀行部門の 対米債権	278.3	354.5	633.3	815.0	828.2	968.8	1014.0	1067.2	1168.7	1326.1	1538.2	1921.4	2420.8	2600.6
	32%	29%	26%	19%	17%	16%	14%	13%	13%	14%	17%	18%	19%	19%
対外ポジション	257.4	96.9	-164.5	-305.8	-360.0	-822.7	-1,070.8	-1,037.4	-1,581.0	-2,339.4	-2,454.3	-2,339.8	-2,448.7	-2,546.2

注1) 負債項目のうちの「公的部門」とは、元表の Line28～30の合計、またそのうちの「証券」は Line28および29の合算。

注2) 各項目下段の割合は、それぞれの項目の総資産あるいは総負債に対する割合を示す。

出所) U.S. Department of Commerce, BEA, International Economic Accounts Data より採録・作成。

まず確認できることは、アメリカの対外総資産と対外総負債が両面で急拡大しているという点である。アメリカの対外総資産は、1995年末時点から2005年末までの10年間で7兆1,146億ドル増加し——それ以前の10年間の増加額が2兆6,619億——、2005年末の時点で約11兆1,000億ドル（アメリカのGDPの89%）に達している。一方、アメリカの対外総負債はそれ以上の伸びを示している。アメリカの対外総負債は、1995年末からの10年間で9兆3,550億ドルの急増を示し、2005年末時点で約13兆6,000億ドル（同109%）、こちらは1985年から1995年までの10年で3兆646億ドルの増加であったから、この10年はそれ以前の3倍を超えるペースで総負債が蓄積したことになる。しかも近年ほどいっそう急速に対外ポジションが膨張しているのである。このような対外総資産・負債両面での膨張は世界全体にみられる傾向である<sup>10)</sup>が、アメリ

10) 財務省報告による「本邦対外資産負債残高」は、1995年末の数値が1996年以後と継続性をもたない。

力の資産・負債両面における規模は、世界全体のなかでも圧倒的である<sup>11)</sup>。これはアメリカが基軸通貨国であること、そしてそのことを前提として巨額の経常収支赤字を長期にわたって継続していることと深い関連をもっている<sup>12)</sup>。この点については、第4節において後述する。

さて、以上のようにグロスの特徴をみたところでもう一点、資産および負債に占める公的保有分と、民間保有分の動向についても簡単に確認しておこう。

先ほど触れたように拡大の一途をたどるグロスの対外ポジションのなかにあつて、総資産に占める公的部門の比重は1980年代にも増していっそう小さくなっている。具体的にいえば、総資産に占めるアメリカの公的準備およびそれ以外の政府資産の割合は、1990年末の12%から、1990年代末以降はわずか3%程度でしかなくなっている。だが、これを総負債の側から見ると、やや異なる姿がみえてくる。アメリカの総負債に占める公的部門、換言すればアメリカ以外の諸国の公的部門が保有するアメリカ資産のうちの主要な項目である証券資産（財務省証券および政府関連債）を保有する割合は1985年、1990年には12%を占めていたのに対して、1990年代後半以降漸次低下し、2000年末には8%にまで低下した。その後、その後危機からの急回復を遂げる東アジア諸国および中国が外貨準備を累増させ、日本でも2004年に巨額為替介入が実施されたこともあって、2005年末の時点では再びその割合は1990年代初頭の水準にまで回復している。すなわち、総資産、総負債ともその膨張は民間取引の巨大化によるところが大きいものの、総負債だけに限定すれば、膨張する総負債のなかでも公的部門は一定の割合を保って、言

---

したがってここでは、アメリカの1995年末からの10年に対して比較するために参考として1996年末と2006年末を比較しておこう。1996年の日本の対外資産総額は3,022.4億円、同負債総額は1,988.8億円、2006年末の対外総資産は5,581.1億円、同総負債は3,430.2億円と報告されている（財務省「平成18年末 本邦対外資産負債残高」2007年5月25日発表 <[http://www.mof.go.jp/houkoku/18\\_g.html](http://www.mof.go.jp/houkoku/18_g.html) より採録>）。なお、2005年の欧州主要国の対外総資産と負債は次の通りである。イギリスの対外総資産は8兆4,218億ドル、総負債は8兆6,630億ドル、フランスの対外総資産は4兆8,860億ドル、総負債は4兆6,926億ドル、ドイツの対外総資産は4兆7,999億ドル、総負債は4兆2,715億ドル（いずれもIMF, *International Financial Statistics*, April 2007.）。

11) Cletus C. Coughlin et al., *op. cit.*, p. 6.

12) なお旧来であれば経常収支赤字の大まかな動きは、アメリカの景気循環と同一であったとみなすことができるが、「ニューエコノミー」が終わった後の時期の経常収支赤字の減少幅がわずかなものにとどまり、その後も大きな景気の拡大がみられないにもかかわらず、1990年代後半よりもいっそうはやいテンポで経常収支赤字が拡大している事実は、特筆すべきことである。このことについて、例えば水野和夫氏は、現在の現象に1995年以前の経験当てはめて説明することは不可能であると主張し、今日のような「グローバル化時代の経済構造は、不況期に対外不均衡を是正するメカニズムを内包していない」（水野和夫『人々はなぜグローバル経済の本質を見誤るのか』日本経済新聞社、2007年、161ページ）と論じられる。すなわちここでは、グローバリゼーションの進展が対外不均衡増殖メカニズムを内包することを強調されるのである。筆者は、1990年代にアメリカにとっての経常収支赤字の意味が旧来とは異なるものになってきたと認識しているが（拙稿「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」『立教経済学研究』第59巻第3号、2006年1月）、2001年以降の事態についてはいっそう立ち入った検討が必要と思われる。



い換えれば対米民間投資と同じテンポで公的部門による証券投資が一貫して実施されてきたといえるのである<sup>13)</sup>。

最後になったが、今日の国際資本移動の中心である民間取引、アメリカにおけるそのストック項目の検討に移ろう。

1980年代中盤の資産・負債構造の特徴と1990年代のそれとを比較すると、どのような点を析出することができるのであろうか。それは大まかに言えば、銀行債務および銀行債権の比重の縮小、それに代わる直接投資、債券・株式等の証券形態でのストックの蓄積として捉えることができる。1990年代以降の国際資本移動の特徴は、セキュリタイゼーションの進展にあるが、当然のことながらこの傾向がストックに占める割合にあっても大きくなっているのである。この点については、資産と負債両面から立ち入った検討が必要であると思われる。そこで、まず資産側からみていくことにしよう<sup>14)</sup>。

すでに中尾氏の引用でみたように、1980年代最大の資産項目は、銀行部門の債権であった。だが、1990年代に入ると銀行部門保有の債権が全資産に占める割合は徐々に低下し、2000年の時点では1985年の約半分、17%にまで低下している。しかし、この間も銀行債権残高は増えていないわけではない。銀行部門の対外債権は、1991年からの5年間に平均2%、それ以降の5年間で10%（1990年代を通じて6%）の増加率を示していた。1990年代の総資産の増加率が12%であったことをみると、その他の項目の増加率がこれよりも大きかったのである。この銀行債権残高に代わって1990年代に一貫して対外資産のうちもっとも大きいシェアを占めたのが直接投資であった。

総資産に占める対外直接投資の割合は、1990年末の時点で先の銀行債権の割合を抜いて首位に立ち、その後徐々にその比重が高まって「ニューエコノミー」の絶頂期である1999年にほぼ4割に達した。負債側でもみられるように、「ニューエコノミー」期のアメリカの直接投資フローは欧米を中心とする株式交換というかたちで拡大し、その後、株式形態での流入が減少す

---

13) 松村文武氏は、2000年末時点でのアメリカの対外負債における財務省証券投資（公民合わせて約2割を占める）のうち、海外政府部門が財務省証券を保有することの役割について、外国通貨当局が米国債を保有する動機はインカム・ゲインにあるとした上で、基軸通貨建て債券を保有することの優位性を基軸通貨のもつ特徴を論じながら説かれている（松村文武、前掲論文、112-114ページ）。これをアメリカの立場からみるならば、拡大する対外債務のなかにあつての諸外国の公的部門による対米投資は、経常収支赤字拡大のもとで恒常的に下落を続けるドル相場を支え、かつ容易には流出しえない比較的安定的な負債であることを示している。民間取引主導の国際資本移動のなかにあつて、例えば2001年前後の民間部門の対米投資急減の場合に、それに代わって公的部門が対米投資を積極的に行なうなど、民間対米取引の合間を縫うような公的対米投資の存在が、ポジションとしては一定を保つ結果となっているのであつて、その役割は依然として大きいといわざるをえない。

14) 各項目の詳細な検討は、U. S. Department of Commerce, "The International Investment Position of the United States at Yearend," *Survey of Current Business*, various issues. を参照されたい。

るのに代わって再投資収益が、直接投資残高をフローの面で拡大させる中心となっている。

中尾氏の言葉を借りれば、1980年代の半ばには「海外直接投資残高は絶対額でほとんど増えていない／『多国籍企業の時代』として現代をとらえることは、80年代の時点では必ずしも正確ではないように思える」<sup>15)</sup> といったんその勢いを失った直接投資は、M&A を梃子にしてその比率を拡大し、今日では「いくつかの産業において力強い収益と高い収益率」<sup>16)</sup> を達成することによって投資残高を拡大させてきたのである。ただし、表にもみられるように、直接投資残高は、IT バブルの崩壊を契機とする「ニューエコノミー」の終焉から今日まで、資産側では依然として最大項目を占めながら、その割合は1990年代末と比較すると低下している。

これと関連して資産側においてももうひとつ特徴的なのは、民間部門における株式投資残高の急増にあらう。1990年末の段階で、アメリカの資産の9%に過ぎなかった株式投資は、1995年までに全体の約2割に達し、銀行債権の割合を超えて直接投資に次ぐ大きな割合となっている。その後1999年の27%まで上昇を続け、2000年代に入ってからいったんシェアを低下させるものの、2005年には全体の約3割、28%を占めるまでになったのである。今日まで、アメリカの対外証券投資の圧倒的大部分は、ヨーロッパ向けのものであり、株式投資フローは対米投資もアメリカの対外投資もヨーロッパ地域の動向に左右されて変動している<sup>17)</sup>。

以上の点を簡潔にまとめるならば、アメリカの対外資産構成の特徴は、1990年代、とくにその後半にあっては、直接投資を筆頭に、株式投資残高の割合が急増しており、他方で銀行債権の比重が低下していることを挙げることができるであらう。

次いで負債側の検討に移ろう。ここでもまず明確な変化がみられるのは、非居住者の銀行部門が保有する対米債権（アメリカからみれば債務）が29%（1985年） 26%（1990年） 19%（1995年） 13%（2000年）と減少していくのに代わり、直接投資がもっとも大きな割合を占めるようになったことである。諸外国による対米直接投資残高は、1990年末で全体の22%、1995年でも24%と大きな変動はみられなかったものの、その後の5年間でその割合は急増し、1999年には全体の33%と他項目を圧倒する最大項目となった。この期間の直接投資は、グリーンフィールド投資はもとより、ヨーロッパを中心とする諸国から株式交換を用いた企業買収＝対米 M&A 投資が主役であったことが明らかにされている<sup>18)</sup>。

15) 中尾茂夫，前掲論文，83 85ページ。

16) Jennifer L. Koncz and Daniel R. Yorgason, "Direct Investment Position for 2005," *Survey of Current Business*, July 2006, p. 21. また，Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D.C., 2007. (邦訳：萩原伸次郎監訳『2007 米国経済白書』『エコノミスト（臨時増刊）』毎日新聞社，2007年）には，米系多国籍企業の良好なパフォーマンスの特徴についていくつかの言及がなされている (pp. 187 188, 邦訳，169 170ページ)。

17) 1990年代のアメリカを中心とする国際資本フローの動向については，徳永潤二「1992年以降のアメリカをめぐる国際資本移動」『立教経済学研究』第55巻第3号，2002年を参考にさせて頂いた。

18) 当時の連邦準備制度理事会報告にみるマネーフロー分析によれば，「大規模合併の大部分は，アメ

負債側でもうひとつ特徴的なのは、非居住者保有の対米株式投資の大きさもさることながら、1980年代にはほとんどその割合を無視しうる程度でしかなかった対米社債投資<sup>19)</sup>が1990年代に急増していることにある。1985年の段階でアメリカの総負債に占める対米社債投資の割合は7%でしかなかったものが、1990年までに全体の10%に、そして今日では17%にまでその比率が上昇している。社債は企業にとっては利払いおよび返済義務を伴う負債、すなわちデットであるが、国家にとってのデットである米財務省証券の公民合わせた比率も17~20%を占めており、これらを合計してアメリカ全体の負債に占めるデットの合計は2005年末時点で34%、すなわち総負債のうちの3分の1は確定的な利子払いを伴う債券として諸外国に保有されているのである。こうして負債構造もまた対米直接投資のウェイトが高い<sup>20)</sup>という資産構造に似た特徴を有するとともに債券、すなわちデットの比重が1990年代に入って拡大しているという構造を、1990年代後半以降の特徴としてみることができるのである<sup>21)</sup>。

### 第3節 「評価調整」の中心項目

前節では、アメリカの対外ポジションの構造について1990年代後半以降を中心に、その変容と特徴を検討してきた。だが、対外ポジションの各項目についてその残高そのものを検討するだけではまだ本稿の目的を果たさない。というのも、すでに第1節で説明したように、対外ポジションは「金融資産のフロー」のみを表現したものではなく、ストックに対する「評価調整」

---

リカの被買収企業の株式と外国の買収企業（普通は欧州の企業）との間の株式交換方式によって賄われてきた」(Francis E. Warnock, "U.S. International Transactions in 1999," *Federal Reserve Bulletin*, May 2000, p. 314.)。また「対米直接投資による資金流入は、外国企業によるアメリカ企業の買収によって促進された。これは、グローバルな M&A の高まりを反映したものである。2000年の対米総直接投資額3,170億ドルのうち、約2,000億ドルが買収活動に直接関係している。……たいいていの場合アメリカの居住者は株式交換によって取得した株式のかなりの部分を売却している」(Joseph E. Gagnon, "U.S. International Transactions in 2000," *Federal Reserve Bulletin*, May 2001, pp. 293-4) が、いずれにしてもそこで欧州企業から交換として得た株式は、アメリカからすれば欧州への株式投資として統計上扱われることになる。なお、2006年の世界の M & A は過去最高額を記録したが、その特徴は、株式交換による買収ではなく、(1)現金による買収が増加していること、(2)ファンドによる買収が増加していることに求められ、2000年前後とは異なる姿をみることができる。

19) 社債を考える場合、いわゆる転換社債といった株式への転換可能性を考慮しなくてはならないが、ここではその発行の形態だけを問題にする。

20) Francis E. Warnock, "How Might a Disorderly Resolution of Global Imbalances affect Global Wealth?," IMF, *IMF Working Paper*, 06/170, 2006. の指摘もこれと同様のものである。

21) 本稿で触れた以外のアメリカの対外ポジションに関する先行研究としては、Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti, "A Global Perspective on External Positions," IMF, *IMF Working Paper*, 05/161, 2005. および Andrew Swiston, "A Global View of the U.S. Investment Position," IMF, *IMF Working Paper*, 05/181, 2005. などがある。

を加えたものに他ならないからである。この差異をみることに本稿の独自の意味がある。そこで本節では、前節での検討の結果を踏まえて、経常収支赤字と対外ポジションの変化幅との乖離に着目しながら、フローとは区別される「評価調整」をもたらす項目について検討していこう。このことによってアメリカの対外ポジションの変容の意味することの一端をいっそう明確に示すことができると思われる。ただし、これではあまりに材料が多く焦点がぼやけて検討の意味が失われてしまうととも、紙幅の関係上すべてを検討することはできない。そこで、検討の対象を次のような理由によって限定し、その上で論を進めていくことにしよう。

まず、図3-1および3-2は、各年の総資産と総負債に対する「評価調整」をあらわしたものである。すでに説明を加えたように「評価調整」は3つの部分からなっているが、両図を一瞥して明かなように、フローとストックとの差異を説明する上では、「資産価格の変化」および「為替レートの変化」が果たす役割が大きい。したがって、資産側ではこれら2つの「評価調整」を検討する必要がある。しかし、負債側をみると「評価調整」が働いているのはほぼ「資産価格の変化」要因のみとみてよからう。

この相異には、対外ポジションに関するアメリカ独自の通貨建ての相違が関係している。というのは、アメリカは債務のほとんどすべてをドル建てで、また資産の半数もまたドル建てで保有しており、その意味では為替レートの変動による影響が極端に小さいのである。カバロとティレの試算によれば、アメリカの総資産に占めるドル建て試算の比率はほぼ4割で残りの6割はユーロまたは円で保有されているのに対し、アメリカの負債はほぼ100%ドル建てで保有されていると見積もられている<sup>22)</sup>。こうした対外ポジションの保有通貨構成は、対外ポジションの構造およびその規模に応じて、通貨の変動あるいはまた資産価格の変動がポジションに影響を与えることになる。すなわち、ドル安であっても債務残高に与える影響は極めて限られたものであるのに対し、アメリカの対外資産はドル安によって為替差益を得、他方ドル高になっても、ドル安同様対外債務に影響は与えないものの、資産側で差損を被ることになる。こうしてアメリカの対外資産残高はドル安によって増えるため、資産と負債の差引きでみたネットのアメリカ経済全体の対外バランスシートは改善することになるのである（この結果、ドル安が経常収支赤字の改善とならんで、注7で紹介した対外ポジションの改善にも有益だとする議論が生じる）。これと対比するために例えば、1997年に通貨・経済危機に陥ったタイを考えてみよう。タイが抱えた対外債務残高のうち、BIS報告による銀行部門だけを問題にすれば、債務残高（借入残高）と債権残高（貸出残高）の比率である「債務/債権」は1989年に2.0（すなわち債権に対して債務が2倍）、1990年に2.5であったものが、危機の前年である1996年には11.0（同11倍）に達している。また、1996年の時点で上場企業の外貨建て債務に占める割合は

22) Michel Cavalo and Cedric Tille, "Could Capital Gains Smooth a Current Account Rebalance?," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, No. 237, January 2006. のTable 1より。

図3 1 対外資産の変化要因

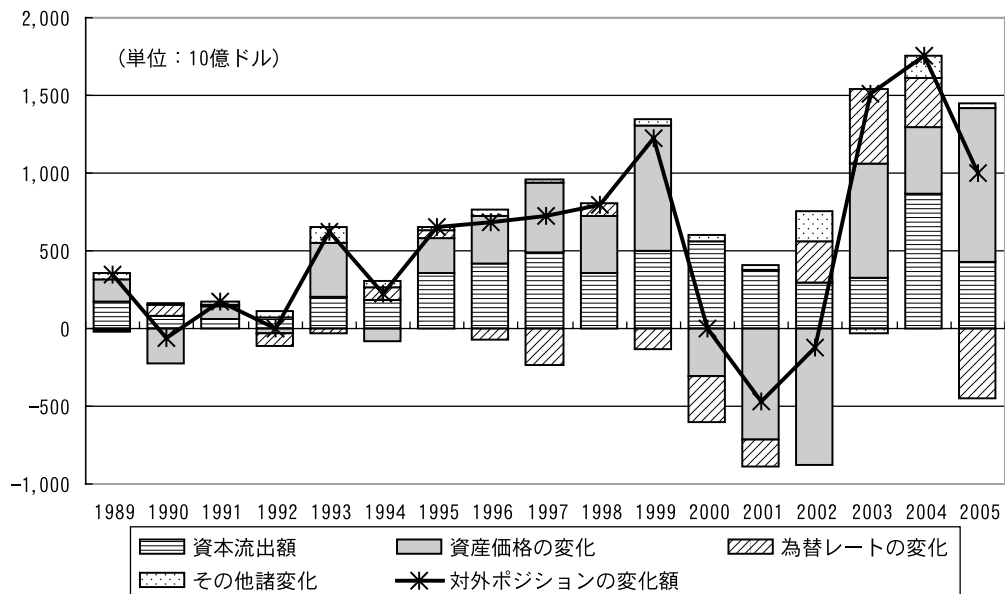
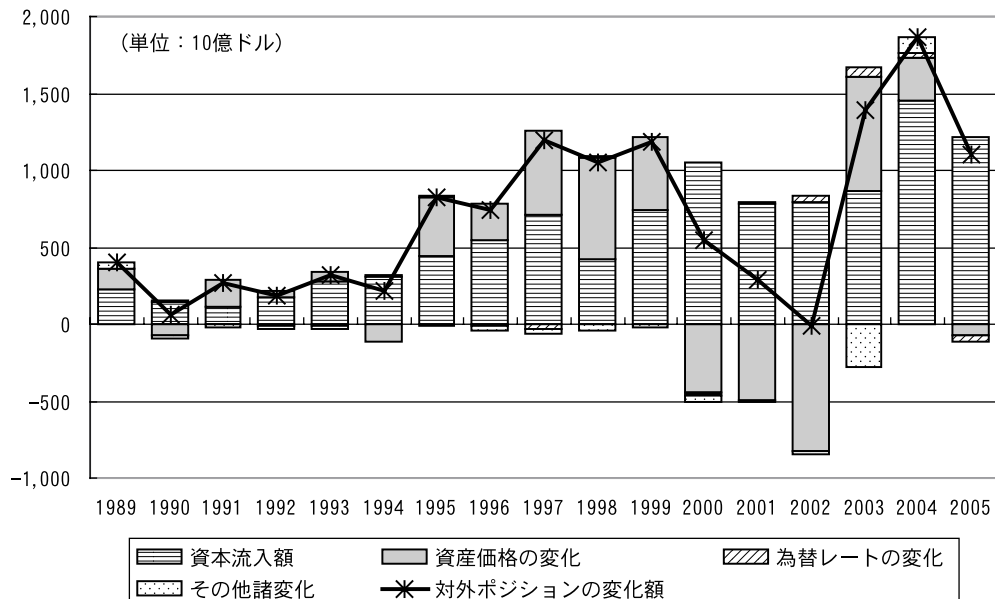


図3 2 対外負債の変化要因



出所) いずれも図2に同じ

41.9%に達し、その多くはリスクヘッジされていなかったといわれている。そしてこのような高いエクスポージャーの下でいったん通貨の対外価値が下落をはじめると、債務を自国通貨に

表2 前期末からの「評価調整」変化分の推移

単位：10億ドル											
資 産	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
「資産価格の変化」合計	187.2	267.9	416.0	315.5	755.4	-364.5	-715.8	-847.8	676.7	430.7	993.6
公的準備資産	1.2	-4.6	-20.8	-0.6	0.6	-4.1	0.5	18.5	18.1	5.1	20.2
民間取引	186.0	272.4	436.8	36.2	754.8	-360.4	-716.4	-866.3	658.6	425.6	973.3
直接投資	117.8	153.9	250.2	217.4	305.8	-196.0	-438.0	-487.9	330.5	213.5	427.1
証券投資	68.2	118.6	186.6	98.8	449.0	-164.3	-278.3	-378.4	328.1	212.2	546.2
債券	29.6	0.8	8.7	18.4	-31.3	-10.7	18.2	21.3	3.2	2.1	-20.5
株式	38.6	117.8	177.9	80.3	480.3	-153.7	-296.6	-399.7	324.9	210.1	566.7
「為替レートの変化」合計	30.5	-45.6	-22.4	54.6	-63.0	-264.9	-163.9	264.7	468.7	308.2	-444.3
公的準備資産	1.8	-4.1	-6.1	5.0	-1.5	-4.2	-3.9	6.5	8.4	3.7	-7.7
民間取引	28.8	-41.5	-217.9	49.6	-61.5	-260.7	-160.0	258.2	460.3	304.5	-436.6
直接投資	27.2	-28.4	-97.7	12.8	-9.6	-92.5	-56.9	107.9	200.0	116.4	-197.4
証券投資	-1.6	-7.7	-108.4	28.0	-47.1	-158.5	-95.2	126.4	227.0	168.4	-205.7
債券	0.5	-7.5	-13.7	-20.1	-2.8	-14.6	-17.3	11.9	25.3	21.0	-22.9
株式	-2.1	-0.2	-94.7	48.0	-44.3	-143.9	-77.9	114.5	201.8	147.4	-182.8
非銀行債権	3.2	-3.2	-7.7	5.6	-8.0	-6.3	-5.8	13.3	18.1	10.6	-18.2
銀行債権	-	-2.2	-4.1	3.2	3.2	-3.4	-2.0	10.5	15.2	9.1	-15.4

負 債	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
「資産価格の変化」合計	381.7	228.8	532.1	634.8	453.5	-322.3	-500.4	-805.7	690.3	284.2	-67.8
公的準備資産	22.0	4.3	17.0	22.4	-11.2	14.4	1.6	10.5	3.9	-7.3	-26.1
公的部門の保有する証券	11.2	-4.3	4.6	9.3	-23.9	17.3	11.3	25.6	-16.8	-19.5	-28.7
財務省証券	9.1	-3.8	4.2	9.2	-23.0	14.4	8.8	16.8	-13.9	-16.0	-21.7
その他	2.1	-0.5	0.4	0.2	-0.9	3.0	2.5	8.9	-2.9	-3.4	-7.0
その他公的部門保有資産	10.8	8.7	12.4	13.1	12.7	-2.9	-9.7	-15.2	20.8	12.1	2.6
民間取引	359.7	224.5	515.2	612.4	464.7	-336.7	-502.0	-816.2	686.4	291.5	-41.7
直接投資	187.1	144.8	302.7	362.3	344.4	-349.0	-344.4	-529.9	378.3	117.0	-22.9
財務省証券	23.2	-14.4	10.5	19.0	-48.6	31.8	4.7	18.4	-11.6	-5.1	-7.7
財務省証券以外の証券	149.5	94.0	202.1	231.1	168.9	-19.5	-162.3	-304.7	319.8	179.6	-11.2
社債およびその他債券	36.3	0.7	19.5	21.0	-67.7	43.6	40.7	43.8	5.2	12.5	-72.6
株式	113.1	93.3	182.5	210.1	236.6	-63.1	-203.1	-348.5	314.6	167.1	61.5

注1) 「-」は変化がないことを示す。

注2) 各年に渡って変化のない項目は掲載していない。

出所) U.S. Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, various issues より採録。

換算した場合に国内の債務者の債務額が急拡大し、返済能力が失われることになる。外貨に対するエクスポージャーの度合いは違えども、対外ポジションを自国通貨以外で保有する場合には、このような事態が非基軸通貨の債務国には共通に生じる。ここに基軸通貨国という特殊な国であるアメリカとそれ以外の国との相違があるのである<sup>23)</sup>。

したがって、資産側では「資産価格の変化」と「為替レートの変化」という2つの「評価調整」を検討し、負債側では「資産価格の変化」のみを項目ごとに検討していくことで充分であ

23) 対外借入と返済に関する基軸通貨国と非基軸通貨国との非対称性については、中尾茂夫「対外貸借の非対称性に関する覚え書」『大阪経大論集』162・163号、1985年3月。および Bame J., “A Note on the United States as a Net Debtor Nation,” *Survey of Current Business*, June 1985, p. 28. を参照。

と思われる。それゆえ、このことに限定して各項目の「評価調整」を一覧にしたものが表2である（なおこれは、*Survey of Current Business* 誌上で毎年報告されている“The International Investment Position of the United States at Yearend”から作成している。作成の元データとなっている同報告論文掲載表 Table 1 は、いずれの年も確定値以前の予備値を基礎に作成されているというデータ上の制約を抱えている点に注意されたい）。

まず一見して明らかなように、資産・負債両面に数ある各項目のなかでも「評価調整」が大きく働いているのは、直接投資と株式である。このことは、前節で指摘したアメリカの対外ポジションにおける特徴とも合致している。しかし、ここでは対外ポジションに占める直接投資項目と株式項目のウェイトばかりが問題なのではない。これに注目する理由は、2つの項目がもたらす「評価調整」の大きさである。表2に明らかなように、「評価調整」は、直接投資および株式において顕著にあらわれるのである。

ところで、アメリカにとっての負債のほとんどすべてがドル建てであるがゆえに、負債側で為替レートによる影響を受けないことは既にみたとおりである。一方、株式価格が上下することは当然であるので、ストックとしての株式が価格変化の影響を受けて大きく変動することも想像に難くない。しかし、価格変化による影響のうち、直接投資が受ける評価調整はなぜこれほど大きいのであろうか。アメリカの直接投資に関する分析はそれ自体で一つのテーマにもなりうる大きな課題であるが、ここでは直接投資フローの内訳と評価方法そのものによる「評価調整」発生の可能性について簡単に述べておこう。

直接投資は「株式資本 (Equity Capital)」、「再投資収益 (Reinvested earnings without current cost adjustment)」および「企業間債務 (Intercompany debt)」とに分類されて流出入が記録されている。表3にみることのできるように、アメリカの直接投資のフローをみれば、アメリカの対外直接投資にあっても、また対米直接投資にあってもその主要な形態は、株式資本および再投資収益からなっている——とりわけ対米直接投資の場合には株式資本のウェイトが高い——。この点については、すでに第2節で触れたとおりである。この「再投資収益」

表3 直接投資の資本フロー

		(10億ドル)											
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
資産	資本フロー	49.4	95.5	87.8	121.8	132.8	150.9	152.4	127.8	137.8	173.8	252	9.1
	エクイティ・キャピタル	11.7	36.3	21.6	45.7	59.4	52.1	49.9	49.8	18.1	24.6	80.7	39.7
	企業間債務	3	4.7	8.3	11.8	58.7	29.2	2.8	-1.7	25.6	8.1	-5.2	-19.4
	再投資	34.7	54.5	57.9	64.3	14.7	69.6	99.7	79.7	94.2	141.1	176.5	-11.2
負債	資本フロー	49.6	60.2	77	93.4	193.4	275.5	287.7	130.8	39.6	39.9	106.8	109.8
	エクイティ・キャピタル	32.4	39.5	53	46.5	154.2	212.1	216.7	107.7	70.3	62.2	68.7	57.7
	企業間債務	9.5	7.4	11.8	24.4	12.8	40.2	47.3	42.8	-37.4	-34.4	-17.8	-6.9
	再投資	7.5	13.3	12.2	22.5	26.4	23.2	23.7	-19.7	6.7	12	56	58.9

出所) U.S. Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, various issues より採録

および「株式資本」のうちの上場株式残高の評価は容易である。では、直接投資残高のうち、非上場株式による投資残高はいかにして評価がなされるのであろうか。日銀の報告によれば、それは「上場株式の個別株価（または株価指数）を参照して『時価／簿価』比率を計算し、簿価に同率を乗ずることによって推計されている」<sup>24)</sup> という。つまり直接投資を市場価格評価方式で計る場合には、必然的に「資本の時価を上場株式等から算出するため、相対的に報告者負担及び作成コストが低いほか、企業の貸借対照表上の無形資産（特許権、商標、経営や知名度に対する評価等）の時価が反映されるというメリットがある反面……株式市場の乱高下（経済全体や個別業界に対する将来の見通しの変化等）の影響を受け易い」<sup>25)</sup> という特徴をもつことになるのである。こうして、直接投資項目とはいえ、そこには対外ポジションとしてその資産価格の評価がなされる時点における株式価格の変化要因が大きく働いているということができよう。

#### 第4節 対外ポジションと所得収支

アメリカのGDPに対する対外純債務比率が2005年末の段階で20%を超えているにもかかわらず、対外ポジションの安定性・維持可能性を主張するひとつの根拠は、所得収支黒字、すなわち非居住者がアメリカに資産を保有することに対してアメリカが支払う所得フローよりも、アメリカの対外投資から上がる収益（率）のほうが大きいという事実にある。実際、2006年に外国資産からアメリカが得た所得受取額は6,220.2億ドルであり、13兆7,549億ドルの資産に対して収益率は年率4.5%、他方、海外投資家に対する債務に支払ったアメリカの所得支払額は6,138.2億ドルで、アメリカの総負債10兆2,946億ドルに対して年率3.8%であったから、こうした収益率の相違は、アメリカの純利益バランスをほぼ均衡状態に保っておくために十分な差であったということができよう<sup>26)</sup>。

ところで当然のことではあるが、所得収支は対外資産を保有することから生じる収益と対外負債に対する対外支払いとの差額である。すなわち、対外ポジションと所得収支とは密接な関係をもっているのである。では、1990年代以降の対外ポジションの変容と所得収支とはどのように関係しているのであろうか。本節は、前節までの考察の結果をもとに、所得収支を中心とする対外投資収益を考えるに際して見逃される点についての検討を課題とするが、その前にまず、アメリカの所得収支と収益率について確認しておこう。

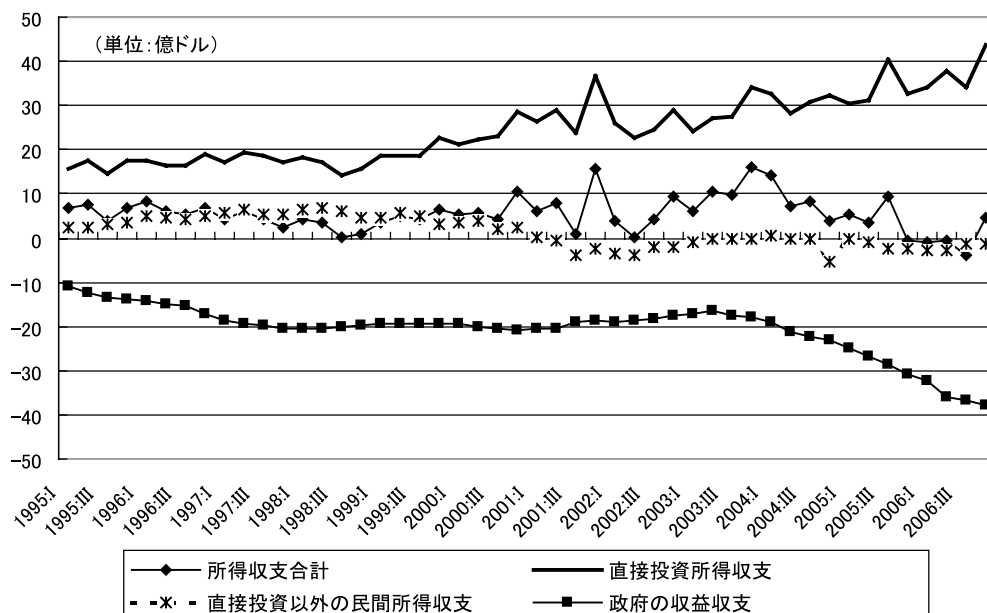
24) 和田麻衣子、大西浩一郎「国際収支統計、対外資産負債残高における直接投資の統計上の扱いについて」『International Department Working Paper Series』（日本銀行国際局）、03-J-5、2003年8月、21ページ。

25) 同上、22ページ。

26) U. S. Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, July 2007.



図4 所得収支（1995年以降四半期毎）の推移



出所) U. S. Department of Commerce, BEA, International Economic Accounts Data より採録

図4は、1995年以降のアメリカの所得収支を四半期毎に3つに分類（直接投資の所得収支、それ以外の民間投資収支、政府部門の収益収支）したものと、収支合計をあらわしたものである。これをみると、所得収支合計は今日まで年間ベースで（図には掲載されていないが）戦後一貫して黒字が続いてきた。市場価格ベースでは、1989年末の時点でアメリカは純債務国に転じているわけだから、債務国でありながら、所得収支では受け取り超過が長年続いてきたわけである。このことをアメリカ商務省 *Survey of Current Business* 誌掲載の表<sup>27)</sup>を元表とする表4からもう少し詳しくみていこう。

まず、絶対額でみればアメリカの所得収支を牽引するのは、資産・負債項目でともに3割程度を占めて最大項目である海外直接投資からの利益であることは明らかである。2005年の海外直接投資のストックを所得の受取および支払で単純に計算すれば、アメリカの海外直接投資の収益利率は6.0%、逆に非居住者による対米直接投資の収益率はわずか2.5%にとどまる。このような傾向は歴史的にも同様であって、持続的な米国所得収支の優位性はアメリカの対外直接投資と対米直接投資との収益格差がもたらしているとみることができる<sup>28)</sup>。ただし、対米直接

27) Christopher L. Bach, "Annual Revision of the U.S. International Accounts, 1995 2005," *Survey of Current Business*, July 2006, pp. 45 47.

28) Congressional Budget Office, "Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States?," *Economic and Budget Issue Brief*, November

表4 所得収支の内訳とストックに対する収益率

		単位: 100万ドル										
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
受取	所得受取合計	208,065	223,948	254,534	259,382	291,177	348,083	285,372	267,841	300,249	372,035	471,722
	直接投資	95,260	102,505	115,323	103,963	131,626	151,839	128,665	145,590	186,750	226,224	251,370
		7.0%	6.4%	6.1%	4.6%	4.6%	5.6%	5.6%	7.2%	6.8%	6.9%	7.1%
	その他民間所得	108,092	116,852	135,652	151,818	156,354	192,398	153,146	118,948	108,802	142,813	217,637
		4.6%	4.2%	4.1%	4.1%	3.6%	4.3%	3.5%	2.6%	2.0%	2.2%	3.0%
	債券からの所得	24,622	28,197	31,108	35,498	37,459	37,943	31,995	30,424	28,848	36,784	44,206
		6.0%	5.9%	5.7%	6.0%	6.8%	6.6%	5.7%	4.3%	3.3%	3.7%	4.5%
	株式からの所得	19,510	23,260	24,589	26,507	29,950	33,295	33,970	38,248	41,432	54,164	63,332
		2.5%	2.3%	2.0%	1.8%	1.5%	1.8%	2.1%	2.8%	2.0%	2.1%	2.1%
	その他	63,960	65,395	79,955	89,813	88,945	121,160	87,181	50,276	38,522	51,865	109,769
		5.6%	5.0%	5.2%	5.6%	5.0%	5.9%	3.9%	2.0%	1.6%	1.8%	3.4%
支払	政府部門	4,713	4,591	3,559	3,601	3,197	3,846	3,561	3,303	4,697	2,998	2,715
	所得支払合計	-183,090	-197,511	-237,529	-250,560	-272,082	-322,345	-255,034	-250,063	-257,957	-338,400	-454,124
	直接投資	-30,318	-33,093	-42,950	-38,418	-53,437	-56,910	-12,783	-43,244	-73,961	-102,357	-116,953
		3.0%	2.7%	2.6%	1.8%	1.9%	2.0%	0.5%	2.1%	3.0%	3.8%	4.2%
	その他民間所得	-97,149	-97,800	-122,878	-127,988	-138,120	-180,918	-159,825	-130,177	-110,125	-147,569	-223,612
		3.8%	3.3%	3.3%	3.1%	2.9%	3.5%	2.9%	2.2%	1.7%	1.9%	2.6%
	社債への支払	-21,404	-24,282	-28,169	-30,583	-40,239	-51,697	-55,114	-58,840	-52,048	-64,479	-81,004
		4.7%	4.5%	4.6%	4.2%	4.9%	4.8%	4.1%	3.8%	3.0%	3.2%	3.6%
	株式への支払	-12,031	-13,194	-13,976	-15,765	-17,058	-19,645	-21,129	-23,560	-25,661	-37,037	-38,074
		2.4%	2.1%	1.6%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%	1.9%	1.5%	1.9%	1.8%
	その他	-63,714	-60,324	-70,733	-81,640	-80,823	-109,576	-83,582	-47,777	-32,416	-46,053	-104,534
		5.7%	5.1%	5.0%	5.4%	4.9%	5.7%	3.9%	2.0%	1.4%	1.6%	3.3%
	政府部門	-55,263	-66,618	-81,701	-84,154	-80,525	-84,517	-82,426	-76,642	-73,871	-88,474	-113,559
		6.4%	6.1%	6.8%	6.8%	7.0%	7.3%	6.7%	5.2%	4.3%	4.3%	4.8%
	国債	-36,832	-45,300	-58,382	-62,817	-58,155	-53,929	-53,155	-51,636	-52,473	-60,957	-69,632
	財務省証券	-10,168	-11,363	-11,189	-9,144	-8,453	-10,252	-7,760	-4,519	-3,332	-3,614	-7,717
	その他政府機関債	-8,623	-9,955	-12,130	-12,193	-13,917	-20,336	-21,511	-20,487	-18,066	-23,903	-36,210

注1) 下段の%表示は、表1のストックに対する割合

出所) Christopher L. Bach, "Annual Revision of the U.S. International Accounts, 1995-2005," *Survey of Current Business*, July 2006, pp. 45-47, Table 2より作成。

投資による非居住者の収益率は1990年代後半と2001年以降で大きな変化がないのだが、アメリカの対外直接投資の場合には1995～2000年の平均収益率5.7%に対し、2001年から今日までの平均収益率は6.7%と、2001年以降の収益率のほうが高い。よってこのことから「ニューエコノミー」終焉の後で、アメリカの経常収支赤字が一段とペースを速めて増加していきながらあって、直接投資の規模と高い収益が所得収支黒字を支え、かつ（規模からみれば微力ではあるが）経常収支赤字の拡大を緩和するひとつの要因であったといえるであろう<sup>29)</sup>。

30, 2005. の分析によれば、対米直接投資はアメリカの対外直接投資に比べて立ち上げ段階のものが多く、収益性に影響を与えていると述べている。ただし、アメリカの直接投資収益の拡大と収益率の高さについては、米系多国籍企業の強さの源に加え、M&Aを含む投資の実態という観点からいっそうの検討が必要であろう。また、Council of Economic Advisers, *op. cit.* では、米系多国籍企業の良好なパフォーマンスの特徴についての言及がなされている (pp. 187-188, 邦訳, 169-170 ページ)。

29) なお、これに関することとして、アメリカの対外資産には統計では補足できない無形の資産が存在のために、アメリカの保有する資産から得られる収益率および所得収支、とりわけ海外直接投資から

次いで直接投資以外の所得収支の収益率をみることにしよう。1995年から2005年までの10年をみると、この部門の民間対外投資の平均収益率が5.3%であるのに対し、非居住者の対米投資からの収益率は2.8%となっており、アメリカのこの部門の収益率は、非居住者のそれを大きく上回っている。だが、これを1995年から2000年までとそれ以降とを比較すると、1990年代後半のアメリカの収益率が6.2%、非居住者のそれは3.3%を記録したのに対し、2001年以降のそれはアメリカの収益率が4.3%、非居住者のそれは2.2%に低落している。この結果、図4にみられるようにこの項目の収支は2000年半ばを境に赤字に転じることが多くなっているのである。

さて、この項目に含まれる資産・負債は、元利返済義務を負う国債・社債といった債券と銀行貸借などの利払い分、そして返済義務を負わない株式<sup>30)</sup>の配当とを主とする。このうち、前

---

得られるそれは、公式なデータよりも高いことを主張する議論がある。これが、ハウスマンらの主張する「ダーク・マター仮説」である。彼らのいうところは、次のようなことである。すなわち、公式なデータには、特殊知識、経営手腕、およびブランドネームバリューといった無形のアメリカ資産（ハウスマン等はこの資産のことを Dark Matter [ダーク・マター] 呼んでいる）が含まれていない。アメリカの海外資産に占める無形の資産は1990年代末から拡大しており、アメリカの保有する直接投資資産の価値をポートフォリオの流れによって生まれる資産価格ではなく、先に述べた無形の資産を換算して考えるならば、アメリカの純負債はなくなるというものである（Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger, “Global Imbalances or Bad Accounting?: The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations,” Center for International Development at Harvard University, *CID Working Paper*, No.124, November 2006. および Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger “Why the US Current Account Is Sustainable,” *International Finance*, Vol. 9, Issue 2, 2006, pp.223-240.）。このなかでハウスマンらは、所得収支を正しいとした上で、ダーク・マターを対外純資産に導入してそれを再評価するという手順を踏み、経常収支赤字と対外ポジションとの乖離を「評価調整」ではなく、公的データにおいては対米資産が正しく把握されていないことに求める。その結論は、上記の通り、対外ポジションはポジティブであって、経常収支赤字拡大の緩和に大きく寄与しているとの考察をしている。また、これについて、無形の資産は統計上にあらわれる測定可能な資本の1.4倍であるとの試算もある（Carol A. Carrado & Charls R. Hulteni and Daniel E. Siche, “Intangible Capital and Economic Growth,” NBER, *NBER Working Paper*, No.11948, January 2006）。だが、この「ダーク・マター仮説」には批判も多い。例えばヒギンズらはアメリカが海外に保有する資産（とりわけ海外直接投資において）の価値量をどのように見積もるか、所得の流れに何らの意味ももっていないという反論を行い、もしアメリカの対外直接投資の資産が、BEA 報告による3兆5,000億ドルではなく、無形資本も含めてハウスマンの見積もる6兆ドルであるとしても、ハウスマンらが考察の前提としたように将来の所得が一定であるとするならば、むしろ資産を大きく見積もることによって収益率は低下することになる。例えば、資産が3兆5,000億ドルである場合の収益率が8.0%であったとして、これを6兆ドルと見積もるならば、その収益率は4.7%となるようにである、と述べている。ヒギンズらは、一方でハウスマンの提示したダーク・マターの重要性は認めながら、それを用いることによる意味に疑問を呈しているのである（Matthew Higgins et al., *op. cit.*, pp.7-10.）。

30) 企業財務の立場からすれば株式は借金とは認識されない。これについて松村氏は、今日の資本移動の性格——為替取引の飛躍的拡大とその拡大の基礎となる資本取引の自由化の進展——からいって常に流出入の可能性を持っていることが、経済の攪乱要因になることを強調し、「経済学的には国際株式投資も受入国にとっては負債ないし債務という範疇に包摂しなければならない」と主張されている（松村文武，前掲論文，103ページ）。

節で1990年代の対外ポジション、とりわけ負債側のひとつの主役とした債券投資および株式投資についてみてみよう。アメリカが対外的な債券投資によって受取る所得の収益率は、1990年末から2005年末までの平均が5.3%（1995～2000年平均：6.2%，2001～2005年平均：4.3%）であったのに対し、対米社債投資による同期間の非居住者の収益率は4.1%（1995～2000年平均：4.6%，2001年～2005年平均：3.5%）である。また、株式投資による収益はアメリカが2.1%（1995～2000年平均：2.0%，2001年～2005年平均：2.2%）で、非居住者の収益率は1.6%（1995～2000年平均：1.7%，2001年～2005年平均：1.6%）であった。すなわち、先に示した2001年以降の収益率の低落は、債券投資収益率の低下によるところが大きいのである。そしてこれらのことから次のことが示される。第1に、債券および株式といった証券投資は、収益率に関しても絶対額でみても、すでに確認したように、直接投資と比べて高くないし、対外投資と対内投資との収益率格差も大きいとは言い難い<sup>31)</sup>。第2に、債券投資の収益率が低下しているとはいえ、株式投資と比較すれば依然としてその収益率は高い。だが、前節までで確認したように、アメリカの対外資産にみる一つの特徴は、債券投資残高よりも、株式投資残高のほうが大きいことであった。このことと、ここで収益率に関する考察の結果とは、どのように考えればよいのだろうか。この点については、もう少し後に検討・言及することにしよう。

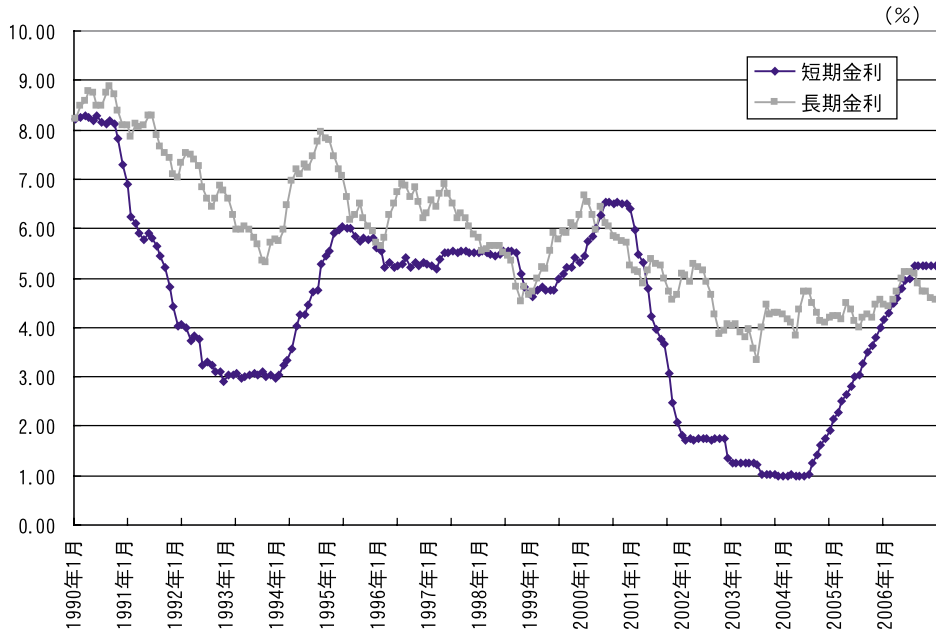
ところで、表4および図4から得られるもうひとつの示唆は、政府部門の米国債といった一連の証券と政府部門の銀行預金に対する利払いの大きさが所得収支の一大赤字要因になっていることである。第二次ブッシュ政権下で続く財政赤字を補うために発行される国債および財務省証券の規模は拡大の一途をたどり、1995年末から2005年末の間に3兆1,817億ドル増大している。そして、そのうち非居住者による保有は1995年末で16.7%から2005年末に24.9%に拡大している。つまり、現在アメリカ政府が証券形態で保有する「借金」のうちの4分の1は非居住者に負っていることになる<sup>32)</sup>。拡大する財政赤字とそれを補うための国債、財務省証券の増大は、非居住者によってファイナンスされ、そのための利払いがアメリカの所得収支悪化を説明するのである。実際、すでに上記の図4、表4でみたように、対外直接投資からの所得は好調であるのに対して、直接投資以外の所得および利子率の上昇（図5）による政府部門の利払い急増が今日の所得収支を赤字に至らしめたことは明らかである。

予備値の段階で2006年の所得収支が赤字に転落したことを受けたアメリカ商務省の報告は、

31) これと同様の点をヒギンズらは示しており、債券投資と株式投資の所得収支の収益性は受取りと支払いとではほぼ同じであることを示し、しかもそれらは近年低下しつつあることを指摘している (Matthew Higgins, Thomas Klitgaard, and Cedric Tille, "The Income Implications of Rising U.S. International liabilities," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, Vol. 11, No. 12, December 2005.)。

32) 各年の数字及び内訳については、Council of Economic Advisers, *op. cit.*, Table B 87およびB 89を参照。

図5 アメリカの長短金利の推移



注) 短期金利はFFレート、長期金利は10年物財務省証券。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Website より採録。

その要因を「政府支払赤字の急増とポートフォリオ赤字の若干の増加によるものである。対照的に、対外直接投資所得にかかる黒字は安定的に増加している」<sup>33)</sup>と分析している。

では、以上のような所得収支の悪化傾向と前節までの対外ポジションの検討とはどのように関連しあっているのだろうか。前節までの検討を踏まえるならば、2006年の所得収支に対するひとつの違った見方が提示される。この可能性について、対外ポジションと所得収支に関するヒギンズらの考察<sup>34)</sup>を比較材料として議論を進めていくことにしよう。

彼らの考察はまず、本稿で検討したアメリカの対外資産と負債の展開についての検討からはじまる。そこでの結論は、本稿第2節での検討とほぼ同様の結論であり、「アメリカの国際的対外バランスをみると、対外直接投資と証券投資については、巨額な資産超過がみられ、……対照的に(利払いような——飯島)固定的に資産を生む対外ポジションは著しい赤字である」<sup>35)</sup>とアメリカの対外ポジションの特徴を論じている。

次いで彼らは、この資産と負債から得られる収益について、収益率を「直接投資 (Foreign direct investment)」、**「金利感応債券 (Interest-sensitive securities)」**および**「株式 (Equity)」**

33) Christopher L. Bach, “U. S. International Transactions in 2006,” *Survey of Current Business*, April 2007, p. 22.

34) Matthew Higgins et al., *op. cit.*.

35) Matthew Higgins et al, *ibid.*, p. 2.

に分類してそこから得られた所得収支項目に対する収益率を比較することによって、金利感応債券の支払いと受取りも、株式に対する支払いと受取りもほぼ同様の動きをみせ、アメリカの対外直接投資資産に対する収益率が対米直接投資のそれよりも一貫して高いこと、その上で、資産と負債のそれぞれの項目の金額からすればアメリカの所得収支を支えてきたものは直接投資である、としている<sup>36)</sup>。今日の所得収支による限り、この検討はすでに本稿でも確認したとおり正しい指摘といえよう。

しかし以上のようなアメリカの対外投資の収益に関する見方について、対外投資収益を今日の所得収支から得られる「所得 (income)」にのみ求めることができるか否かという疑問が残る。より具体的に言えば、直接投資も含めた対外および対内株式投資による収益を配当に限定することが、対外収益あるいはまたその収益性を論じるうえで妥当であろうか。

このことを考える上で重要なことは、国際収支統計のなかにはすでに実現されたキャピタル・ゲイン（あるいはキャピタル・ロス）が含まれていることであって、対外ポジションにおける「評価調整」はまだ実現されていないキャピタル・ゲイン（あるいはキャピタル・ロス）を含んだ対外資産、対外負債を示すということである。すなわち、株式の売却にともなう投資金額との差、すなわち実現されたキャピタル・ゲインは所得収支においては把握しえないという点である。では、実現されたキャピタル・ゲインはどのように扱われるか。それは、資本収支項目における「投資収支」として、すなわち株式フローのなかに含まれることになる。もちろんヒギンズらが対外資産と負債とにかかわる「評価調整」を考慮していないわけではない。だが彼らは、「資産価値が変化することによって、国境を超えた投資収支のフローは生み出されない」<sup>37)</sup>と述べることによって対外投資に占める株式あるいは直接投資の実現されたキャピタル・ゲインとしての可能性を事実上無視しているのである。第2節で検討したように、国際的なセキュリティゼーションの影響を受けて、アメリカの場合には特に対外資産項目として株式投資残高が著しく増加している。しかも、その株式投資残高は第3節で見たように、「資産価格の変化」によって、あるいはまた「為替レートの変化」によって、その資産価値を大きく変化させる項目であった。まだ実現されていない株式投資残高がその資産価値を大きく変化させたことを考えるならば、当然に株式の売却によって実現されたキャピタル・ゲインもそれに準じて大きいことが考えられる。このように、1990年代のアメリカの対外ポジションの変容が

36) なお、彼らは続けてアメリカの高い収入を「一連の吉事」として、世界的な低金利を背景とする金利感応資産の利払いの小ささ、アメリカの海外直接投資の好調さ、ドル安を挙げ、しかも、とに関する「吉事」からの反転可能性について次のように述べている。すなわち については、金利感応資産が大きいことから、利子率の上昇が支払負担を増やすこと、 については、もし海外直接投資の収益率が1%低下すれば対米直接投資に対する支払いとの差が縮小して1990年代後半と同程度のものになるであろうという見解を示している (pp. 4 5.)。

37) Matthew Higgins et al., *op. cit.*, p. 2.

らは、アメリカの対外投資収益が、資産価格および為替レートの変化を伴ういわばリスク感応証券の比重が高まることによって、従来の所得概念では捉えられないリターンを得ている可能性を強めているといえるのではなかろうか<sup>38)</sup>。

さらに、アメリカの対外資産と負債とを考える際、「対外資産の収益性を高め、負債コストを下げて差を広げることが望ましい。そのため低コストの債券で資本の流入を図り、対外投資は高いリターンが期待できる株式の比重を高める必要がある」<sup>39)</sup>、あるいはまた「純債務を増やさないようにするには、対外資産を増やすしかない」<sup>40)</sup>とする議論、換言すれば、対外投資を増やして収益を高めないとアメリカの純債務が一方的に拡大してしまうから、対外ポジションを安定的に維持するために、対外資産を増やすほかなく、そのためにアメリカは直接投資および株式投資を実施するのであるとする議論が見受けられる。ここで引用した水野氏は、アメリカをひとつの「金融帝国」と称しているために、アメリカが対外ポジションとの関連から積極的にポジションそのものを膨張させ、同時にその資産構成のうちに株式投資を拡大してきたし、今後ますますその傾向を強めなければ所得収支の悪化をとめることはできないとする視点から議論を進められている。投資を行う主体は各個人（組織）であってアメリカをひとつの投資主体としてみることに對して、またその各個人（組織）がアメリカ全体の対外収益を意識した投資行動をとっているという前提のもとに議論が主張されていることに関しては疑問があるが、それらを措いてもこの指摘は対外ポジションの膨張という観点において適切である。

それは、アメリカと他国と比較しての対外ポジションの膨張のテンポは、基軸通貨国としての地位から来るものであると考えられるからである。すなわち、これほど大きい対外ポジションをアメリカは自らつくり出してきたのである。そしてこれを解く鍵が、アメリカ特有の対外ポジションの通貨建て構成の相違にある。すでに第2節で触れたように、アメリカの対外負債のほとんどはドル建ての負債である。このことが意味するのは、圧倒的多数がドル建てで行なわれる非居住者による対米投資は、そもそも非居住者がなんらかの形態でドル資産そのものを保有していることを前提していること、そしてその非居住者保有のドル資産はアメリカの経常収支赤字と対外投資（資本輸出）によって形成されているということである。もし仮に、この

---

38) 今日の所得収支はアメリカの対外直接投資が対米直接投資よりも収益率が高いことに支えられてきたという点については、本論で論じたとおりであるが、これに関してもう一点、所得収支項目のうちの「再投資収益」をどのようにみるかという点についても言及しておく必要があると思われる。知られるように、「再投資収益」とは直接投資企業の未配分収益のうちいったん直接投資家に配分されたあと、再び当該投資家によって資本投下されたものとみなして計上されている。すなわち、実際に実現されて投資家に返る収益ではない。アメリカによる海外直接投資、その現実の姿としての多国籍企業の収益率が高いこと、そしてその結果として得られる再投資収益が大きいものであるとしても、所得収支は実際よりも大きく見られているのである。

39) 水野和夫、前掲書、2007年、33ページ。

40) 同上、236ページ。

ようにして形成されるドル資産の規模を大きく超えるような対米投資を各国が試みようとしても、その場合にはそれらの国では自国通貨の対ドル相場の急落として帰結することになるであろう<sup>41)</sup>。こうしてアメリカ・ドルが基軸通貨であることの上に、対外ポジションが形成されているのである。

最後に、アメリカの対外投資収益がリスク感応証券への比重を高め、他方で負債側には金利感応債券、すなわち支払額が固定されている負債が高まっているという対外ポジション構成にあっては、たとえ実現されたキャピタル・ゲインが把握できないにしても、負債に対する支払いよりも資産側で得られる収益のほうが高くなければならぬ。これが実現される状況は、他国・地域での資産価格の上昇であることは言うまでもない。だが、リスク感応証券から得られるリターンはアメリカの対外支払いよりも収益（性）が高くならなければならない。そして、例えば海外での株式の上昇は、基本的には当該国の経済状況によるとはいえ、当該国で資産バブルにも似たブームがおきるには、外貨、とくにドルの流入による国内の過剰資金の存在を欠くことができない。この国際過剰流動性を生み出すことができるのは、今日の国際通貨体制＝ドル体制のもとにあってはアメリカだけなのである。しかも、現代のように輸出先として投資国、被投資国としてアメリカの位置が突出している世界経済、換言すれば、アメリカ経済を中心としてそこに諸国が依存している世界にあっては、投資国における資産バブルの形成はまたアメリカの株式市場に依存している。グローバリゼーションの進展の下で、世界が相互に依存度を高めているのである。資産価格も例外ではない。すなわち、アメリカの対外ポジションに関する安定性、維持可能性には対外関係のみならず、翻って国内関係にも大きく関わっているのである。

### むすびに代えて

「評価調整」を手掛かりとしたアメリカの対外ポジションの変容とアメリカの対外投資収益に関する本稿の考察の検討を簡単にまとめておこう。

アメリカの対外資産構成の特徴は、1990年代、とくにその後半にあっては、直接投資を筆頭に、株式投資残高の割合が急増し続けており、他方で銀行債権の比重が低下していることにある。一方、負債構成もまた、対米直接投資の比重が圧倒的に高いという資産構造に似た特徴を有するとともに、もうひとつの特徴として債券、すなわちデットの比重が1990年代に入って拡大しているという構造をもつものであった。そしてここに、資産側においてはその構成要素として比重の高い直接投資残高と株式投資残高とが資産価格および為替レートの両面から評価調

---

41) 小西一雄「アメリカの対外債務累積と『カジノ資本主義』の新段階——その構造・意味・限界」経済理論学会編『季刊 経済理論』桜井書店、第43巻第2号、2006年7月、30ページ。



整を受け、他方、負債側においてはその構成として直接投資残高は比重が高く、株式投資も全体の1割を占めるシェアをもっているとはいえ、急増している負債がデット、すなわち資産価格の影響とは一定の距離にあるものであって、しかも負債項目にはアメリカ独自の通貨構成ゆえに為替レート変動の影響をほとんど受けないという価格変動の相違をみることができるのである。しかもこのことがアメリカの対外投資収益に与える影響は、今日の所得収支によっては把握できないキャピタル・ゲインとして現れる可能性がある、という点を本稿では指摘してきた。

かつてIMFは1997年までのアメリカの国際資本フローの分析を通じて、今日のアメリカの役割とその姿を大要次のようにまとめていた。すなわち、「相対的に高いリターンをもたらす相対的に安全かつ流動性の高い金融資産を提供し、国際市場を通じてそれを流動性は低いが、より高いリターンで再投資している」<sup>42)</sup>、より具体的にいえば、アメリカが安全な資産（具体的には政府証券やハイグレードな企業の社債・株式）を提供して世界中の投資資金をアメリカに集中させ、他方でアメリカ自身はリスクをとって高い収益をあげている<sup>43)</sup>、と説明されてきた。また、ゴリンチャスらはアメリカの投資収益の観点にたち、1952年以降の投資に対するリターンが過剰であったこと、近年のグローバリゼーションによってますますこのリターンが急増していることを指摘した上で、今日アメリカは「世界の銀行」から「世界のベンチャー・キャピタリスト」へと変化したとの認識を示している<sup>44)</sup>。対外ポジションの考察からみる今日のアメリカの投資収益のあり様は、これをいっそう推し進めた様相として、すなわち、リスク感応証券の比重が高まることによって実現されていないキャピタル・ゲイン（あるいはキャピタル・ロス）に加えて、為替差益（あるいは為替差損）を膨大な対外ポジションの形成によって得ている。そしてその構成をみれば、一方では価格の変動可能性が高い資産を保有し、他方で負債側において確定的な支払いが予定されている金利感応負債を抱えている。この結果が対外投資所得および所得収支に与える影響は、資産側での所得収支として捉えることのできない収益を得、負債側では所得収支の赤字要因になる利払いの拡大へと結実しているのである。

本稿で検討してきたようなアメリカの対外ポジションの変容からみた対外投資収益の見方は、今日の国際収支上の所得収支によっては把握されるものではない。したがって、実際の所得収支概念による限りにおいては所得収支が赤字に転じ、それに引きずられて、経常収支赤字にか

---

42) IMF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington D.C., 1997, p. 3.

43) こうした見解は国際金融仲介論と呼ばれるが、これ自体の「おかしさ」については小西一雄、前掲論文、(2)および(3)を参照。

44) Oierre-Olivier Gourinchas and Helene Rey, "From World Banker to World Venture Capitalist: The U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege" NBER, *NBER Working Paper*, No. 11563, 2005.

かるプレッシャーが従来よりもいっそう強くなる姿を変容させるものではない。しかし、所得収支赤字をアメリカの対外資産と対外負債との収益の観点から考える場合には、加えてまた、対外ポジションの維持可能性を論ずるにあたっては、本稿のような検討結果の上に議論が重ねられる必要があると思われるのである。

なお本稿には残された課題も多い。注28でも触れたように、所得収支を支える海外直接投資についての検討はもとより、統計上の把握には困難が伴うキャピタル・ゲイン収益の補足などである。この困難な点を明らかにすることも含めて、次稿では、実証分析を通じて現実の姿に迫ることにしたい。

本稿は、2006年度 立教大学学術推進特別重点資金（個人研究）の成果の一部である。